

К.В. Криничанский

ТИПОЛОГИЯ ФУНДАМЕНТАЛЬНЫХ ФАКТОРОВ КАК ОСНОВА ФУНДАМЕНТАЛЬНОГО АНАЛИЗА РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Фундаментальный анализ рынка ценных бумаг: основные понятия и предпосылки

Понятие фундаментального анализа в последнее время часто встречается на страницах монографий, учебных пособий и статей, посвященных рынку ценных бумаг. В среде специалистов знание предмета фундаментального анализа считается вполне «нормальным», так что обсуждение многих вопросов, высказывание собственных мнений в данной области на страницах книг и статей, в узких кругах трейдеров или ученых-экономистов происходит непрерывно. Однако надо признать, что эти обсуждения и дискуссии порой происходят вокруг не четко определенного предмета. Зачастую специалисты, рассуждая о подходах, относимых им к фундаментальным, противоречат аналогичным тезисам своих коллег, а иногда и самим себе, трактуют весьма свободно предпосылки фундаментального подхода к анализу рынка ценных бумаг, смешивают его с элементами технического анализа или неуместно ему противопоставляют. Кроме того, нельзя не признать существования накопившегося «необработанного» материала, касающегося существа фундаментального анализа – его функций и методов.

В данной работе делается попытка упорядочить некоторые знания о фундаментальном анализе и типах фундаментальных факторов, предложить собственные подходы к их определению и классификации.

Фундаментальный анализ – это ориентированный на принятие инвестиционных решений анализ рынка ценных бумаг, направленный на прогнозирование основных параметров рынка и основанный на исследовании

факторов (макро- и микроэкономических, политических, природных и т.п.), влияющих на динамику рынка.

В целях нашего анализа *основным объектом* выступает финансовый инструмент, ценная бумага, обращающаяся на организованном рынке. *Предметом* в первом приближении в нашем подходе к фундаментальному анализу выступает определенная рыночная характеристика (характеристики) финансового инструмента или группы инструментов, или рынка в целом, выступающие как *свойства объекта* (чаще всего это котировки ценных бумаг). Т.к. для оценки предмета исследуется множество других характеристик, их источников и т.п., «*дополняющими объектами*» анализа выступают экономика страны, региона, отрасли, предприятия, политическое пространство, климатические условия и т.п. Процессы, протекающие в данных объектах, характеризующиеся определенными свойствами, параметрами и характеристиками будут выступать как «*дополняющие предметы*» нашего анализа¹. *Дополняющие объекты* рассматриваются лишь в той части, в какой они оказывают влияние на основной объект и его свойства.

Таким образом, во втором приближении *предметом* в нашем подходе к фундаментальному анализу выступают системные отношения и связи² по поводу формирования свойств *основного объекта*. Целью фундаментального анализа будем признавать выработку рекомендаций по проведению инвестиционных операций на рынке ценных бумаг, однако, как сказано выше, это не является целью настоящей работы.

Учитывая вышесказанное, сформулируем следующее определение фундаментального фактора для целей нашего исследования. **Фундаментальный**

¹ Ниже будет показано, что предметом фундаментального анализа может являться не только набор фундаментальных факторов, но и механизм их реализации в объекте, иначе – процесс «учета фактора», учета изменений его свойств в новых свойствах объекта.

² Данные отношения и связи могут носить определенный характер, могут допускать или не допускать их формализацию (в одних случаях их можно исследовать с помощью математико-статистических методов, в других между ними не могут быть проставлены однозначные знаки арифметических преобразований, даже при придании им вероятностного характера или иных весов).

фактор – это процесс¹ или явление, происходящее в системе (экономико-социальной, природно-климатической), обладающие параметрами, свойствами или характеристиками, и оказывающие влияние на свойства объекта (ценной бумаги или иного финансового инструмента). Однако в силу сложившейся традиции и краткости изложения мы не будем улубляться в существо процессов (имеющих к тому же множество параметров), а под фундаментальными факторами будем понимать, как правило, их (процессов) свойства. Так, например, такой фактор, как воспроизводственный процесс может быть рассмотрен с точки зрения параметров ВВП и инфляции, процесс капиталообразования – с точки зрения параметров объемов строительства, размера валового накопления основного капитала, объема прямых иностранных инвестиций, выступающих каждый как отдельный фактор.

Проведенное нами предварительное источниковедческое исследование показало, что практически все «фундаментальные» подходы к анализу рынка ценных бумаг явно или косвенно исходят из предположения о наличии на рынке ценных бумаг феномена двойственности «цена-стоимость», противопоставляя понятию и реальности текущей рыночной цены акции понятие ее «**внутренней (или истинной) стоимости**», первичной по отношению к рыночной цене.

Такое деление основывается на предположении зависимости динамики рыночного курса акции (P) от ряда факторов внешнего (макро-, климат, отрасли) и внутреннего (предприятие) по отношению к данному инструменту характера.

Фундаментальный аналитик или инвестор осознанно, интуитивно или машинально (вслед за другими) предполагает, что цена акции, «привязанная» через «внутреннюю стоимость», к определенному набору факторов, имеющих разную силу воздействия, разный период раскрытия, разную длительность, случайный или прогнозируемый характер проявления «тянется», «следует» за

¹ Например, воспроизводственный процесс, процесс капиталообразования, процесс межотраслевого и трансграничного перелива капитала, инфляционный процесс и т.п.

ними, и благодаря этому, благодаря неоднородности данных факторов, постоянно колеблется¹.

Таким образом, потенциал движения рынка заключается в преобладающем по времени неравенстве рыночных котировок с «внутренними стоимостями» (BC) акций (т.к. внутренняя стоимость носит оценочный характер, обозначим ее как \hat{P}) и в инертности рынка, из-за которой котировки «проскакивают» точки равновесия между ними и « BC », тем самым, создавая новые предпосылки к движению на рынке. Схематично этот процесс показан на рисунке 1, где линия BC проведена условно.

Самым очевидным кажется оценивать потенциал рынка (F_t) как разницу BC и рыночной стоимости акции: $F_t = \hat{P}_t - P_t$.

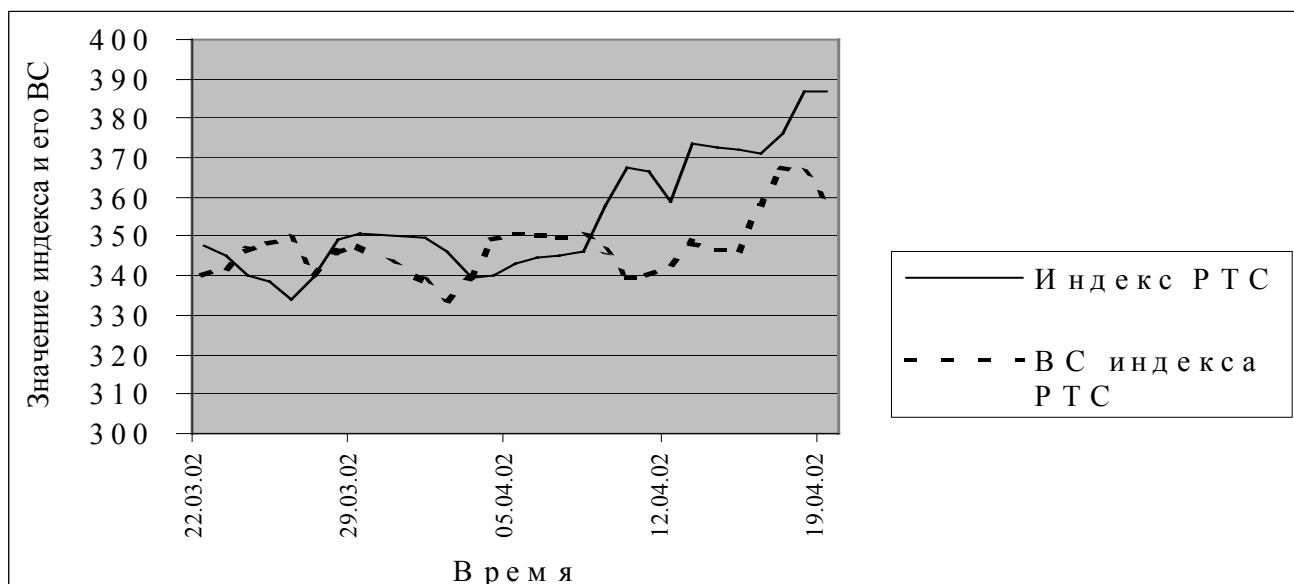


Рисунок 1. Индекс РТС и его условная "внутренняя стоимость"

Характер рыночного движения состоит в том, что инвестирующая публика предъявляет свой спрос и предложение согласно ее представлениям о соответствии рыночных цен (P) внутренним стоимостям (\hat{P}). Таким образом,

¹ Андрэ Костолани делает образное сравнение биржи и экономики как собаки со своим хозяином: «В то время как хозяин спокойно прогуливается по дороге, собака суетливо бежит вперед и назад, однако не отходит слишком далеко от своего хозяина. А если это случается, она старается как можно быстрее вернуться к нему». – Цит. по: 1. – С. 29.

если наблюдается соотношение $P_t < \hat{P}_t$, то на соответствующие акции будет повышенный спрос, т.к. будет считаться, что акции **недооценены**. Если же инвесторы оценят рынок с помощью неравенства с противоположным знаком:

$P > \hat{P}_t$, то скорее возникнет повышенное предложение данных акций. И тот и другой случай приведут к адекватному изменению цены акции. В то же время, т.к. рынок стихийен, а действия его агентов несогласованы, то точка равновесия может быть пройдена инертно, так, что равновесие не достигается, а знак неравенства меняется на противоположный. Кроме того, этому могут способствовать (а могут и препятствовать) изменения в определяющих факторах, так что по мере движения рыночных сил (спроса и предложения) в ту или иную сторону, возникают новые сигналы, претендующие на роль «стрелочника», меняющего направление этого движения.

Выделим еще одну важную предпосылку фундаментального анализа. Обычно она формулируется следующим образом: макроэкономические факторы детерминируют главный рыночный тренд¹. Эта предпосылка лежит в основе многих действий фундаментальных аналитиков. Во-первых, оценка *ВС* может действительно совпасть с оценкой рыночного тренда и, в зависимости от целей анализа и предпочтений инвестора, будет опираться на определение главного или не только главного рыночного тренда. Во-вторых, на превалирующее влияние макроэкономических факторов на главный рыночный тренд указывают и мнения инвесторов, и наблюдения экспертов, и статистика. Можно констатировать, что факторные математические модели часто используют в качестве ключевого фактора уровень или динамику ВВП, инфляции, ставки процента.

¹ Существует важная оговорка для этой предпосылки. Она заключается в том, что либо сам рынок, либо даже макрофакторы всей национальной экономики могут быть значительно зависимы от более сильных рынков и более мощных экономик других стран и мировой экономики в целом (эффект глобализации). Так, многими специалистами утверждается, что основным ценообразующим фактором для российского и прочих emerging markets служит американская экономика и американский фондовый рынок, что подтверждает высокая корреляция индексов РТС и Dow-Jones и NASDAQ. Прямым объяснением этого явления служит зависимость

Состав и классификация фундаментальных факторов с позиций существующих подходов к фундаментальному анализу

Чаще всего к фундаментальным факторам относят *факторы экономического характера*. Из них на первом месте часто оказываются *факторы, относящиеся к деятельности конкретного предприятия, являющегося эмитентом*, рассмотрение возможности инвестирования в акции которого является предметом соответствующего исследования. Иными словами, внутренняя стоимость данных ценных бумаг привязывается к финансово-экономическому состоянию (и прочим характеристикам) эмитента, изменения в котором, по мнению аналитиков, неизбежно ведут к изменениям на рынке соответствующих ценных бумаг.

Однако, надо признать, что положение эмитента также может быть рассмотрено как зависимая переменная или комплекс зависимых переменных, определяющими параметрами которых могут являться иные факторы. К таким факторам относятся прежде всего макроэкономические, а также политические, социальные, климатические и иные факторы (в т.ч. рыночная история компании – кредитная история, история котировок акций, рыночные цены акций, повлиявшие на состояние и позиции компании).

У. Шарп с соавторами в работе «Инвестиции» называют анализ с такой последовательностью этапов, когда специалист сначала оценивает перспективы отдельных компаний, затем – отраслей и в последнюю очередь экономики в целом, *методом прогнозирования «снизу – вверх» (bottom-up forecasting)*, говоря при этом и о существовании альтернативного метода – *прогнозирования «сверху – вниз» (top-down forecasting approach)*, и об использовании сочетания данных подходов¹ /8. – С. 814/.

нашего рынка от капиталов нерезидентов, спрос которых (в частности, инвестфондов) жестко определяется лимитами открытых позиций в рискованные активы, в разряд которых попадают в т.ч. отечественные акции.

¹ Такое сочетание требуется, например, для избежания «некорректных допущений», когда при оценке однородных показателей для разных компаний используются разные параметры прогноза макрофакторов (например, валютных курсов, цен на сырье и т.п.).

Необходимо заметить, что в экономической литературе уделено недостаточно внимания изучению природы фундаментальных факторов, степени их «однородности» (сопоставимости, соотносимости, единства методов анализа, степени подверженности формализации), и, следовательно, здесь необходимо серьезное *типологическое исследование*¹.

Факторы, относящиеся к эмитенту (точнее даже не факторы, а система показателей, характеризующих его рыночное и финансово-экономическое положение), выступают как долгосрочные, инертные, не подверженные резким колебаниям, имеющие по преимуществу прогнозируемый (в противовес случайному) и прозрачный характер проявления (публикуемые, раскрываемые с заданной частотой),² легко формализуемые.

Макроэкономические факторы могут быть рассмотрены в аналогичном контексте. Параметры инфляции, экономического роста, уровня безработицы, сальдо торгового баланса также публикуются с заданной частотой, могут быть формализованы и использованы для построения эконометрических моделей.

Иной характер проявления имеют (могут иметь) политические и климатические факторы. Как правило, в своем подавляющем большинстве эти факторы проявляют себя как *новости* – т.е. как *новая существенная информация*, способная повлиять на сложившуюся ситуацию на рынках.

Некоторые авторы (Э.Л. Найман /5/) рассматривают проявление *всех* факторов как новостей, «*фундаментальных событий*», разделяя последние на группу случайных, неожиданных новостей и группу планируемых, ожидаемых новостей. К первой группе они относятся большей частью политические новости и новости «природного происхождения» (засухи, наводнения, землетрясения и

¹ Проблемы типологии характерны для теории фундаментального анализа как сферы, которая имеет дело с крайне разнородными по составу множествами объектов и решает задачу упорядоченного описания и объяснения этих множеств. Типология опирается на выявление сходства и различия изучаемых объектов, на поиск надежных способов их идентификации, стремится отобразить строение исследуемой системы, выявить ее закономерности, позволяющие не только правильно оценивать роль известных объектов, но и предсказывать существование еще неизвестных. В настоящей работе используется и эмпирическая и теоретическая типология.

² Рассмотрение данных факторов дано в работе: Криничанский К.В. Зарубежный опыт прогнозирования рынка ценных бумаг. – Екатеринбург: УрО РАН, 1998.

т.п.), реже экономические новости. Ко второй – новости экономического, реже политического характера.¹

Очевидно, что такое рассмотрение практически исключает возможность активного управления рынком. Подход Э. Наймана сосредотачивается в основном на проблеме объяснения поведения рынка. При этом вопрос о предугадывании, прогнозировании на фондовом рынке с помощью методов фундаментального анализа по преимуществу остается вне поля его рассмотрения (за исключением того, что Э. Найман отдает должное отдельным наиболее значимым факторам, таким как ВВП, уровень процентных ставок и пр., заключая, что они детерминируют основной долгосрочный тренд рынка²).

Отличительной чертой подхода Э. Наймана выступает то, что под фундаментальным анализом он подразумевает не только собственно *аналитическую работу*, например, прогнозные оценки основных макроэкономических показателей, определение так называемого «роста государства» /5. – С. 31/ или оценку «длины производственного цикла» /5. – С. 32/, но и *отслеживание «горячих» новостей*, способных в той или иной мере повлиять на рынок.

На наш взгляд, здесь автором «Малой энциклопедии трейдера» подразумевается, что аналитик, во-первых, черпает из «эфира» весь необходимый для собственно анализа набор информации, делает оценки и прогнозы и в конечном итоге реальная информация становится критерием правильности прогнозов.

В целом схожий подход можно наблюдать у немецких авторов Ф. Бергера и Р. Беера /1/. В исследуемом ими вопросе природы биржевых крахов, ими особо выделяется роль фундаментальных факторов, трактуемых как

¹ Цит. по: 5. – С.20-21

² Кроме того, Найман подчеркивает, что «Качественный фундаментальный анализ могут проводить только специалисты по макроэкономике, поэтому ведущую роль при анализе фундаментальных факторов играет их экспертная оценка и косвенная оценка этих фундаментальных факторов, выражающаяся в ожиданиях и реакции рынка [курсив мой – К.К.]».

«фундаментальные рамочные условия»: Чем сильнее и продолжительнее биржа пытается освободиться от фундаментальных рамочных условий для того, чтобы пойти «собственным» путем, все равно – вверх или вниз, тем ожесточеннее ее настигает и опережает реальность» /1. – С. 29/. Случайные же факторы используются авторами данного источника как выступающие в роли «спусковых крючков» крупных колебаний на бирже.

С критикой «пассивного» фундаментального подхода выступил Дж. Сорос в своей книге «Алхимия финансов» /7. – С. 57/. Подчеркивая в целом высокую ценность фундаментального анализа, Дж. Сорос определяет его ключевую гипотезу об *односторонней* связи между компаниями-эмитентами и котировками их акций как «однобокую» и игнорирующую «возможность того, что изменения на фондовом рынке могут повлиять на богатства компаний», тогда как «котировки на фондовом рынке напрямую влияют на ценности, лежащие в их основе...» /7. – С. 57/.

Думается, что ни один рациональный инвестор не будет оспаривать данное утверждение, однако, если рассуждать с позиций фундаментального анализа, то данный факт не вносит существенных корректировок в его методологию. Он лишь уточняет возможный метод оценки внутренней стоимости финансового инструмента. Его можно охарактеризовать как *фундаментальный анализ, дополненный анализом обратной связи в системе «объект-фактор – объект-ценная бумага»* (см. рис. 5).

С учетом или без учета обратной связи между акциями и компанией, инвестора интересует лишь текущая оценка разности между *BC* и рыночной ценой акции. Метод же оценки *BC* – это дело персонального выбора.

В целом нами не обнаружено принципиальных отличий подхода Дж. Сороса с позициями фундаментального анализа, от которых ему, не взирая на собственную критику, так и не удалось оторваться (это касается и влияния «основного тренда» в т.ч.). Его понятие «превалирующего предпочтения» – есть

агрегированная по рынку сумма разнонаправленных оценок *ВС*. Влияние рыночных котировок на развитие событий также является очевидным, иначе бы вообще не возникло понятия *ВС*. Описания же процессов самоусиления и самокоррекции рынков (котировок, основных трендов и «превалирующих предпочтений») /7. – С. 60-63/ скорее напоминают формализацию психологии биржи и выходят за рамки фундаментального анализа, перетекая в область технического анализа.

И даже пример с «бумом конгломератов» /7. – С. 66-69/, если принять во внимание «природу» роста показателя *P/E*, полностью подтверждает обоснованность «классического» фундаментального анализа.

И все же критика Дж. Соросом «пассивного» фундаментального анализа имеет веские основания, подтвержденные практикой и его личным опытом. В частности это касается валютных рынков¹. Т.к. «превалирующие предпочтения»... [могут] жить собственной жизнью... они находят выражение в *спекулятивных перемещениях капитала* [курсив мой – К.К.]. Это «позволяет положительному или отрицательному торговому салдо превысить, как в объеме, так и в продолжительности, уровень, который мог бы поддерживаться при отсутствии «превалирующих предпочтений». Когда это происходит, *спекуляции оказываются дестабилизирующим фактором* [курсив мой – К.К.]] /7. – С.54/. Таким образом, «теория рефлексивности» подтверждает возможность активного использования методов фундаментального анализа, по крайней мере в части возможности осуществления крупных спекуляций или защиты от искушения слиться с «превалирующими [на рынке] предпочтениями».

В целом о подходе Дж. Сороса можно сказать как о рассчитанном на сверхвысокую «осведомленность», тонкую интуицию, на наличие достаточных

¹ Валютные рынки имеют существенные отличия от фондовых. В первую очередь они отличаются характером предложения. В настоящее время основные сделки совершаются вокруг считанного количества инструментов данного рынка – доллара, евро, фунта, иены, швейцарского франка (предложение на фондовом рынке насчитывает тысячи примерно равных по «силе» инструментов). Так что можно предположить существование некой олигополии на данном рынке и признать при этом существование проблем для развивающихся рынков и «развивающихся» валют. Это накладывает отпечаток на устойчивость разных уровней данной системы.

сил для совершения крупномасштабных операций и учитывающем в своем «прогнозе» данные факторы. Такой подход можно считать трудно формализуемым¹.

Рассмотрим классификацию фундаментальных факторов по степени их влияния на фондовый и валютный рынок. Для этого составим таблицу,

Таблица 1

Классификация фундаментальных факторов по степени их влияния на фондовый и валютный рынок

Группа	Фактор	Наиболее вероятный вектор воздействия роста фактора на курс национ. валюты*	Наиболее вероятный вектор воздействия роста фактора на фондовый индекс*
1	2	3	4
I	Официальные учетные ставки	↑	↓
	Уровень ВВП	↑	↑
	Дефицит торгового баланса	↓	↓
	Дефицит платежного баланса	↓	↓
	Темп инфляции	↓	↓
	Уровень безработицы (рост свыше «эффективного» или «естественного» уровня)	↓	↓
	Денежная масса, агрегат M2	↓	↓
	Реальный курс национальной валюты		↓
	Размер прямых и портфельных иностранных инвестиций	↑	↑
II	Размер розничных продаж	↑	↑
	Размер частных доходов	↑	↑
	Объем заказов в промышленности	↑	↑
	Индекс цен промышленного производства	↓	↓
	Индекс промышленного производства	↑	↑
	Уровень производительности труда в экономике	↑	↑
	Уровень мировых цен на основные экспортные товары	↑	↑
III	Объем производственных запасов	↓	↓
	Форвардные курсы национальной валюты	↑	↑
	Объем промышленного и жилищного строительства	↑	↑
	Уровень депозитных ставок	↑	↓
	Курсы государственных облигаций	↑	↑

* Речь здесь идет именно о наиболее вероятном векторе воздействия фактора на интересующий нас объект, а не о реальной реакции исследуемого объекта²; прогноз реакции дается при прочих равных условиях.

¹ Формализованные модели – предмет отдельного рассмотрения.

² Например, в условиях слабой валюты, характерных для экономики России, вероятным исходом повышения ставки рефинансирования может стать рост фондового рынка.

содержащую три группы факторов, сгруппированных по степени влияния применительно к российскому рынку (см. табл. 1).

Первая группа факторов – это «*сильные*» факторы, имеющие высокую степень обособленности, самостоятельности, т.е. не носящие подчиненного, вторичного характера. Их установление на рынке по преимуществу (кроме первого фактора) носит «объективный», не зависящий от чьих либо субъективных оценок и действий характер. Аналогичный характер носят и факторы второй, «*средней*», группы, однако их влияние менее очевидно, не такое значительное, как для факторов первой группы. Наконец, «*слабые*» факторы – факторы третьей группы – наименее самодостаточны, более подвержены зависимости от факторов «*сильной*» группы.

Разделение фундаментальных факторов по силе их влияния – есть один из возможных подходов типологического исследования в фундаментальном анализе. В качестве обобщения в данной статье автор предлагает развернутую классификацию некоторых типов фундаментальных факторов, представленную в виде таблицы 2.

Таблица 2

Типология фундаментальных факторов

№ признака	Признаки, типы и группы фундаментальных факторов		
	1	2	3
1	По объекту отнесения		
	1. Экономические	2. Социально-политические	3. Природно-климатические
	1) Характеризующие уровень предприятия	1) Социальные	1) Природные
	2) Характеризующие уровень отрасли	2) Внутриполитические	2) Климатические
	3) Макроэкономические факторы	3) Внешнеполитические	3) Экологические
2	По степени соотносимости между собой		
	1. Соотносимые	2. Трудно соотносимые (со статистически незначимыми или опосредованными связями)	3. Несоотносимые

Продолжение таблицы 2			
	Пример: инфляция и занятость	Пример: уровень процентных ставок и размер промышленных заказов	Пример: объем реализации российск. предприятий связи и засуха в Таджикистане
3	По порядку раскрываемости		
	1. Открытые, регулярно и периодически публикуемые	2. Закрытые (инсайдерская информация)	
4	По степени открытости		
	1. Открытые	2. Латентные (скрытые)	
5	По степени прогнозируемости		
	1. Прогнозируемые	2. Случайные	
6	По силе влияния на объект		
	1. Сильные	2. Средние	3. Слабые
7	По вектору влияния на объект		
	1. Формирующие повышательный тренд	2. Формирующие понижательный тренд	3. Нейтральные
7а	По вектору влияния на объект		
	1. Совпадающие с трендом (усиливающие влияние)	2. Действующие «в противоход» (ослабляющие тренд)	3. Нейтральные
8	По «радиусу» воздействия		
	1. Воздействующие на один объект	2. Воздействующие на комплекс объектов, в т.ч. и на другие факторы	
	Пример: изменения в финансово-экономическом состоянии некрупной корпорации влияют преимущественно только на курс ее акций	Пример: влияние на фондовый рынок темпов экономического роста, процентных ставок, предложения денег	
9	По скорости реакции рынка		
	1. С мгновенной реакцией	2. С отложенной реакцией (лагом)	
10	По количеству «волн» воздействия		
	1. Факторы разового воздействия	2. С эффектом «второй волны» (после воздействия на другие факторы)	3. С эффектом резонанса
11	По длительности проявления		
	1. «Долгоиграющие» факторы	2. Факторы со средней длительностью проявления	3. «Быстро затухающие» факторы
12	По степени автономности		
	1. Автономные	2. Зависимые, в т.ч. проявление или усиление (ослабление) влияния которых зависит от прочих факторов	

Продолжение таблицы 2		
13	По степени «популярности» среди инвесторов	
	1. Постоянно или часто учитываемые рынком	2. Редко учитываемые
		3. Не выявленные
14	По частоте влияния	
	1. Постоянно действующие (формирующие долгосрочный рыночный тренд)	2. Оказывающие периодическое возмущающее воздействие
		3. Редкие
15	По типу воздействия на объект	
	1. Воздействующие напрямую, без «участия» других факторов	2. Воздействующие опосредованно, в т.ч. через другие факторы
16	По сфере происхождения	
	1. Внешние	2. Внутренние
	Пример: для российского рынка – это состояние фондового рынка США (индексы NASDAQ, Dow-Jones); мировые цены на энергоносители и др. экспортные товары	Пример: национальный ВВП, инфляция и пр.

В данной статье не ставилась задача определения механизма реализации той или иной реакции рынка на фундаментальный фактор. Однако по этому поводу следует сделать ряд существенных замечаний. Во-первых, это то, что взаимодействие между фактором и объектом носит по преимуществу информационный характер. Это означает, например, что изменение свойств фактора не «напрямую» ведет к изменению свойств объекта (в т.ч. это касается и взаимосвязи «эмитент – акция»), а через механизм ожиданий. Кроме того, это означает, что сферой взаимодействия фактора и объекта является именно информационное поле, а не, например, система управления предприятием, где многое зависит и определяется характером управленческих решений. Во-вторых, необходимо заметить, что реакция может быть множественной и неоднозначной при тех или иных условиях, поэтому при составлении таблицы 1 нами выбрано по преимуществу наиболее вероятное влияние.



Рисунок 2. Пример опосредованного прямого влияния фактора

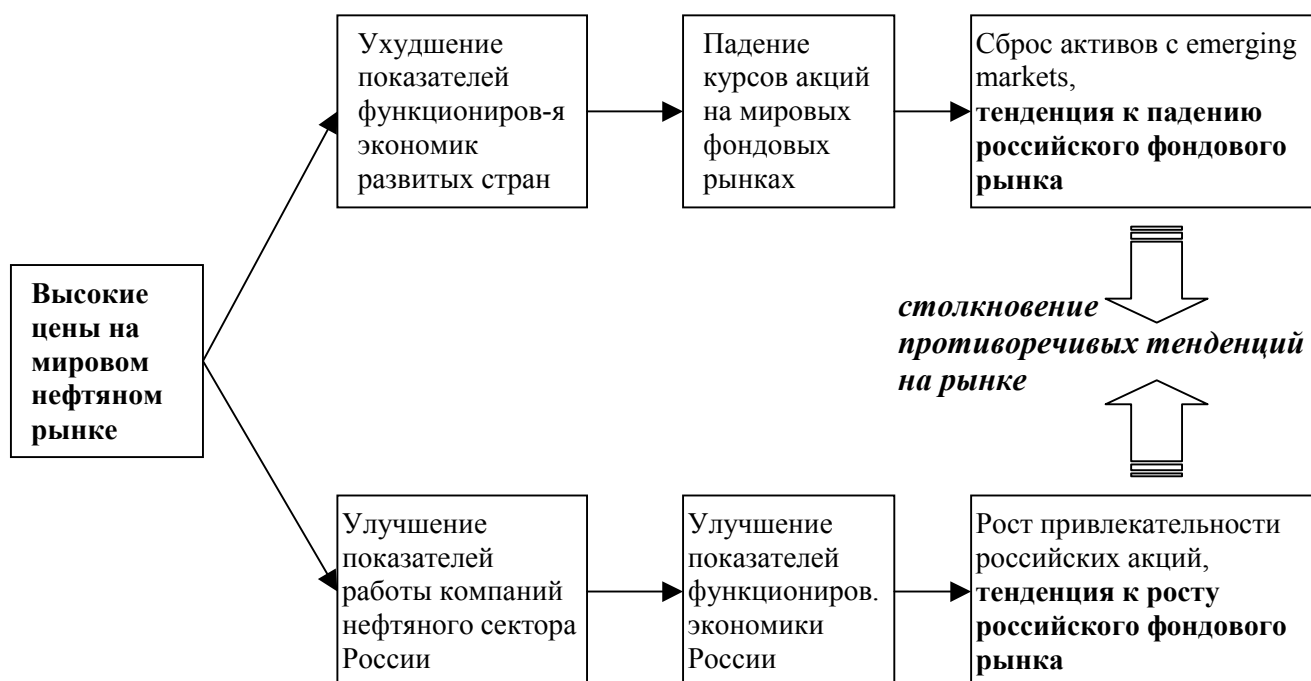


Рисунок 3. Пример опосредованного балансирующего влияния фактора



Рисунок 4. Пример опосредованного циклического влияния фактора

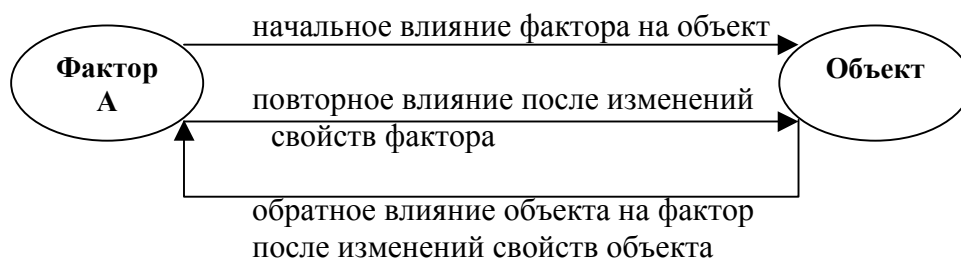


Рисунок 5. Пример «рефлексивного» влияния фактора на объект

В-третьих, оценка в фундаментальном анализе должна проводиться по комплексу факторов, учитывать их взаимозависимость и соросовскую «рефлексивность» факторов (см. рис. 2 – 5). В-четвертых, т.к. речь идет именно о прогнозе, аналитик должен принимать во внимание социально-психологические факторы, стараясь предугадать, как ожидания и реакция игроков отразятся в изменении ценовых, объемных и структурных характеристиках рынка. В-пятых, необходимо учитывать, что большинство инвесторов и экспертов смотрят на многие фундаментальные факторы исключительно через призму их влияния на *основные* факторы, такие как процентные ставки, общая экономическая активность и т.п. (что обозначено в табл. 2 и на рисунках 2 и 4).¹

Остановимся еще на одном важном методологическом аспекте, затрагивающем возможность рассмотрения тех или иных показателей как факторов, влияющих на параметры фондового рынка. Показатель ВВП, часто используемый в факторных моделях для прогнозирования рынка ценных бумаг путем оценки его влияния на рынок и имеющий, как показывают многие исследователи, чуть ли не ключевое место в формировании главного долгосрочного рыночного тренда, по свидетельству других² проявляет себя как

¹ Возможно, влияние каждого фактора разбивается на две или три составляющие: 1) влияние на основной тренд (быть может, опосредованное через основные факторы или имеющие самоусиливающуюся или самокорректирующуюся природу); 2) влияние, задающее среднесрочные тренды; 3) влияния, задающие случайные блуждания.

² См.: Гренджер К., Хатанака М. Спектральный анализ временных рядов в экономике. – М.: Статистика, 1972. – по поводу результатов исследований Национального Бюро Экономических Исследований США (NBER); Смирнов С. Система опережающих индикаторов для России // Вопросы экономики. – 2001. – № 3. – С. 36 – «Фондовый индекс “Moscow Times”... опережает динамику промышленного производства в нескольких

запаздывающий показатель по отношению к фондовому индексу. На наш взгляд, такое двойственное проявление фондового рынка не несет существенной проблемы. Во-первых, по причине того, что фондовый индекс отражает ожидания инвесторов (резидентов и нерезидентов) относительно изменений макроэкономической ситуации. Здесь срабатывает специфический механизм проявления макроэкономических факторов на рынке, который подробнее будет рассматриваться в следующей статье.

Список источников

1. Бергер Ф., Беер Р. Без страха перед “чёрной пятницей”. – М.: Интерэксперт; Финстатинформ, 1998. – 269 с.
2. Гренджер К., Хатанака М. Спектральный анализ временных рядов в экономике. – М.: Статистика, 1972.
3. Замков О.О. Эконометрические методы в макроэкономическом анализе: Курс лекций. – М.: ГУ ВШЭ, 2001. – 122 с.
4. Криничанский К.В. Зарубежный опыт прогнозирования рынка ценных бумаг. – Екатеринбург: УрО РАН, 1998. – 56 с.
5. Найман Э.Л. Малая энциклопедия трейдера. – Киев: Вира – Р; Альфа Капитал, 1999. – 236 с.
6. Смирнов С. Система опережающих индикаторов для России // Вопросы экономики. – 2001. – № 3. – С. 23–42.
7. Сорос Дж. Алхимия финансов. – М.: ИНФРА-М, 1996.
8. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции. – М.: Инфра-М, 1997. – 1058 с.